

UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA

Faculdade de Direito - Escola de Lisboa | Católica *Lisbon School of Business & Economics*

---

**TITULARIZAÇÃO DE CRÉDITOS**  
**O (IN)SUCESSO DA TITULARIZAÇÃO NO MERCADO HIPOTECÁRIO**

---

Margarida Ferraz de Oliveira

Mestrado em Direito e Gestão

Orientador: Doutor Fernando Ferreira Pinto

Lisboa | Outubro de 2016

## **LISTA DE ABREVIATURAS**

**CC** - Código Civil, aprovado pelo Decreto-Lei n.º 47344/66, de 25 de Novembro;

**CIRE** - Código de Insolvência e Recuperação de empresas, aprovado pelo Decreto-Lei n.º 116/2008, de 4 de Julho;

**CMVM** - Comissão do Mercado de Valores Mobiliários;

**CN** - Código do Notariado;

**CSC** - Código das Sociedades Comerciais, aprovado pelo Decreto-Lei n.º 262/86, de 2 de Setembro;

**CVM** - Código dos Valores Mobiliários, aprovado pelo Decreto-Lei n.º 486/99, de 13 de Novembro;

**DL** - Decreto-Lei;

**EUA** - Estados Unidos da América;

**OT** - Obrigações titularizadas;

**RGICSF** - Regime Geral das Instituições de crédito e Sociedades Financeiras, aprovado pelo DL n.º 298/92, de 31 de Dezembro;

**RJSA** - Regime Jurídico da Supervisão de Auditoria, aprovado pela Lei n.º 148/2015, de 09 de Setembro;

**SPV** - *Special Purpose Vehicle*

**UT** - Unidades de titularização.

# ÍNDICE

INTRODUÇÃO .....	5
PARTE I - TITULARIZAÇÃO DE CRÉDITOS .....	7
1. Conceito.....	7
2. Da operação de titularização .....	8
2.1. Seleção do crédito e notação de risco .....	8
2.2. Cessão de créditos.....	11
2.2.1. Generalidades .....	11
2.2.2. Da eficácia perante o devedor .....	13
2.2.3. Créditos passíveis de titularização.....	15
2.2.3.1. Exceção. Créditos futuros .....	17
2.2.3.2. Limites à titularização em razão da natureza do cedente.....	17
2.2.4. Tutela dos créditos cedidos .....	18
2.2.4.1. Impugnação pauliana .....	18
2.2.4.2. Insolvência do cedente ou do gestor dos créditos cedidos.....	18
2.2.4.3. Resolução em benefício da massa insolvente .....	19
2.2.5. Entidades cedentes.....	20
2.2.6. Entidades cessionárias .....	23
2.2.6.1. Fundos de titularização de créditos .....	24
a) Sociedade gestora de fundos de titularização de créditos .....	26
b) Depositário .....	26
2.2.6.2. Sociedades de titularização de créditos.....	27
2.3. Gestão dos créditos cedidos .....	28
2.4. Titularização stricto sensu. Da emissão de valores mobiliários .....	29
2.4.1. Unidades de titularização .....	30

2.4.2. Obrigações titularizadas .....	32
PARTE II - TITULARIZAÇÃO DE CRÉDITOS HIPOTECÁRIOS .....	35
1. Créditos hipotecários. Conceito 35	
2. A titularização de créditos hipotecários.....	35
2.1. Generalidades .....	35
2.2. Figuras semelhantes: As obrigações hipotecárias .....	37
2.2.1. Da cessão de créditos hipotecários .....	38
2.2.2. Da diferenciação das figuras.....	39
CONCLUSÃO .....	41
BIBLIOGRAFIA.....	44

## INTRODUÇÃO

O Decreto-Lei n.º 453/99, de 5 de Novembro,<sup>1</sup> (doravante, “DL n.º 453/99”) introduziu no ordenamento jurídico português a chamada titularização de créditos. Esta figura viu a sua origem nos EUA, na Grande Depressão de 1929/1933, que afetou todo o sector de crédito imobiliário. O sucesso e utilização em massa das operações de titularização no sistema financeiro mundial leva à necessidade de aprofundar, no presente trabalho, o conhecimento acerca desta figura e dos motivos que levaram ao seu triunfo no mercado dos valores mobiliários.

Até aos anos 70, e com o intuito de estimular a saída da crise imobiliária, o ordenamento jurídico norte-americano veio desenvolver a figura da “securitização”, no âmbito dos empréstimos hipotecários. Começando na criação do *Federal Home Loan Bank*, em 1932, e acabando com a consagração da *Federal Home Loan Mortgage Corporation*, em 1970, a *securitization* traçou o seu objetivo de proporcionar liquidez, estabilidade e acessibilidade ao mercado de hipotecas residenciais. Sumariamente, a *securitization* definia-se como a operação de emissão de valores mobiliários sustentados em créditos hipotecários, recorrendo à compra dos correspondentes mútuos hipotecários. Mais tarde, com a recuperação do mercado imobiliário norte-americano, este sistema jurídico reconheceu as vantagens de utilização da operação de “securitização”, estendendo-a a outros tipos de créditos, como o crédito a empresas comerciais ou industriais, crédito ao consumo, crédito para aquisição de automóveis, crédito das rendas de contratos de *leasing*, crédito a estudantes, entre outros.

O sucesso da figura de “securitização” na economia norte-americana rapidamente conquistou o mercado europeu. Destacam-se aqui, como pioneiros na aprovação de um regime jurídico de titularização de créditos na Europa, o Reino Unido, a Bélgica e a França. Posteriormente, em 1992, a Espanha seguiu o mesmo caminho ao aprovar uma lei sobre o regime e fundos de investimento e titularização hipotecária (mais tarde estendida a outros ativos). Finalmente, já em 1999, Portugal juntou-se ao núcleo de sistemas jurídicos que consagravam um regime de titularização de créditos.

---

<sup>1</sup> Subsequentemente alterado pelo Decreto-Lei n.º 82/2002, de 5 de Abril, pelo Decreto-Lei n.º 303/2003, de 5 de Dezembro, pelo Decreto-Lei n.º 52/2006, de 15 de Março, e pelo Decreto-Lei n.º 211-A/2008, de 3 de Novembro.

Ora, o facto de a titularização de créditos ter encontrado a sua origem no mercado hipotecário é algo que, principalmente em regimes de *civil law*, vê alguns obstáculos de concretização prática. No entanto, trata-se também de um mecanismo de grande segurança para os investidores e outros intervenientes no mercado financeiro. Assim, impõe-se com o presente estudo uma análise cuidada, ainda que sintética, do quadro jurídico português da titularização de créditos, nomeadamente do DL n.º 453/99, tema que será tratado na Parte I desta exposição.

Seguidamente, efetua-se uma pequena análise do regime da titularização de créditos hipotecários. De facto, revela-se interessante o estudo da origem da titularização de créditos: terá esta figura surgido, unicamente, como resposta ao desespero sentido pela crise do mercado hipotecário ou, realmente, porque estes créditos hipotecários trariam vantagens únicas ao investimento? Curaremos, na Parte II do presente estudo, das especificidades da titularização de créditos hipotecários no ordenamento jurídico português e, adicionalmente, analisaremos figuras próximas desta, com o intuito de perceber as vantagens da titularização de créditos, em especial, créditos hipotecários, no mercado financeiro dos dias de hoje.

# PARTE I - TITULARIZAÇÃO DE CRÉDITOS

## 1. Conceito

No ordenamento jurídico português, a figura da titularização<sup>2</sup> de créditos encontra-se prevista e regulada no Decreto-Lei n.º 453/99. Foi, aliás, no preâmbulo deste diploma legal que se integrou a definição de titularização de créditos. Tendo o legislador definido a titularização como uma operação *“de transmissão de créditos com vista à subsequente emissão, pelas entidades adquirentes, de valores mobiliários destinados ao financiamento das referidas operações”*<sup>3</sup>. No entanto, parece-nos que a definição proposta poderá revelar-se pouco rigorosa e incompleta, uma vez que esquece fases fundamentais da operação de titularização, como adiante se demonstrará.

É ainda escassa a doutrina que se debruça sobre a matéria da titularização de créditos. Perfilhando o entendimento de PAULO CÂMARA, dir-se-á que a titularização de créditos se traduz numa *“operação de desintermediação de segundo grau, envolvendo uma transmissão em massa de direitos de crédito aptos a gerar fluxos financeiros duradouros, tendo em vista virem estes a servir de garantia de valores mobiliários emitidos por entidades constituídas especialmente para o efeito”*<sup>4</sup>.

A definição ora exposta incorpora, integralmente, as características que estão na génese da titularização de créditos. Atento o facto de esta figura exigir um processo composto por inúmeras fases, correspondentes à celebração de diversos negócios jurídicos com vista a um objectivo comum, caracteriza-a como uma *operação* complexa. A primeira fase do processo equivale à *transmissão de créditos em massa*, por meio da celebração de um contrato de cessão de créditos. Estes são, por norma, de longa maturidade, pelo que tendem a

---

<sup>2</sup>Na doutrina portuguesa, JOÃO CALVÃO DA SILVA contesta a adoção do termo “titularização” para denominar a operação em causa. Concretamente, o autor propugna a utilização dos neologismos “titulação” ou “mobiliarização”, por defender serem estes os termos adequados a uma fiel tradução do termo “*securitization*”, adotado originariamente nos Estados Unidos da América, - ação de transformar ativos em valores mobiliários.

<sup>3</sup> Vide primeiro parágrafo do preâmbulo do Decreto-Lei n.º 453/99.

<sup>4</sup> CÂMARA, PAULO, *A Operação de Titularização*, in AA. VV., *Titularização de Créditos*, Lisboa, Instituto de Direito Bancário, 2000, p. 78.

proporcionar *fluxos financeiros duradouros*. Associados e sustentados nestes créditos, são emitidos valores mobiliários que o cessionário introduz no mercado primário, com vista ao financiamento da aquisição dos créditos, financiamento esse que é reembolsado aos investidores, em cumprimento dos direitos inerentes aos títulos por estes subscritos, com recurso aos capitais e juros pagos pelos devedores cedidos.

Deste modo, a titularização, em sentido lato, pode ser vista como um processo de substituição de créditos singulares por valores mobiliários representativos desses mesmos créditos, potencialmente negociáveis em mercado secundário e sem qualquer dependência de um juízo de solvência do devedor. Por sua vez, estes valores mobiliários são liquidados através da cobrança dos respetivos créditos, em prazos predeterminados, prescindindo igualmente do juízo de mérito dos créditos ou do próprio cedente, estando o reembolso garantido pelo património autónomo afeto a cada emissão e, consequentemente, constituído pelo remanescente dos créditos e pelas cobranças já efetuadas.

## **2. Da operação de titularização**

A exposição precedente relativa ao conceito de titularização permite, desde já, entender a titularização de créditos como uma operação complexa, dependente da verificação de diversas etapas e da correspondente celebração de sucessivos negócios jurídicos, fundamentais para o bom cumprimento das referidas etapas. Assim, afigura-se indispensável analisar as três fases fundamentais que constituem a operação ora em análise: (i) a fase de seleção e avaliação dos créditos; (ii) a fase da cessão de créditos; e (iii) a fase da emissão de valores mobiliários.

### **2.1. Seleção do crédito e notação de risco**

A primeira fase da operação de titularização de créditos inicia-se em momento anterior à cessão dos mesmos. Nesta fase, o crédito encontra-se ainda na esfera jurídica daquele que o pretende transmitir - o cedente - e, por esse motivo, é este o momento em que se inicia a decisão financeira, com a respetiva individualização do crédito a transmitir.



Nesta etapa preparatória da cessão dos créditos surge, desde logo, a necessidade e importância da intervenção dos intermediários financeiros. Conforme o disposto no DL n.º 453/99, a seleção dos créditos a submeter a titularização não poderá ser feita de forma arbitrária, uma vez que se encontra sujeita aos limites impostos pelo diploma em questão. A imposição de limites à seleção dos créditos a transmitir (para titularização) dificulta e aumenta a morosidade do processo, pelo que o CVM estipula um conjunto de deveres jurídicos a observar pelos intermediários financeiros, nesta fase preliminar de seleção do crédito, facilitando-a<sup>5</sup>.

Os intermediários desempenham um papel de entidade de controlo da viabilidade económico-financeira da operação, tanto pela ajuda na escolha do momento em que esta se deverá realizar, como na análise da adequação do crédito selecionado ao mecanismo da titularização. Por outro lado, os intermediários financeiros controlam ainda o cumprimento das normas legais aquando da recolha e preparação da informação a prestar sobre o crédito, zelando pela bom cumprimento dos deveres de informação a que o cedente se encontra sujeito aquando da transmissão dos créditos.

Sobre este tema, nomeadamente no domínio dos deveres de informação, PAULO CÂMARA sustenta a possibilidade de aplicação analógica do art. 337.º do CVM às emissões de valores mobiliários, designadamente resultantes da operação de titularização de créditos, tanto através de oferta pública como oferta particular<sup>6</sup>. Seguindo esta orientação, a aplicação do art. 337.º do CVM faz nascer, na esfera jurídica do cedente, de celebração do contrato de assistência. Mediante a celebração deste contrato, o intermediário financeiro ficará obrigado à assistência e aconselhamento do cedente acerca dos termos da titularização e ainda a assegurar o cumprimento de todos os preceitos legais e regulamentares aplicáveis à operação.

Ainda em fase preliminar à da cessão para titularização, mas posteriormente à seleção do crédito, segue-se o momento da avaliação do mesmo. Este período configura uma das fases determinantes para a formação da vontade dos investidores, podendo mesmo dizer-se que a titularização só se tornará atrativa na medida em que o retorno expectável para os investidores seja maior que o risco de satisfação do crédito. Ora, para que o investidor esteja na posse de toda a informação necessária para a sua tomada de decisão, isto é, para que esteja apto a

---

<sup>5</sup> Vide art. 337.º do CVM.

<sup>6</sup> CÂMARA, PAULO, *A Operação de Titularização*, op.cit., p. 79.

decidir sobre o investimento a realizar, tornar-se-á indispensável a avaliação do crédito (por entidade terceira).

No ordenamento jurídico português, nomeadamente, no art. 27.º, n.º 3, c), do DL n.º 453/99, foi introduzida a obrigatoriedade da notação de risco<sup>7</sup>. Neste contexto, a obrigatoriedade de elaboração do relatório<sup>8</sup> em causa foi apenas prevista para os casos de emissão de unidades de titularização através de oferta pública<sup>9</sup><sup>10</sup>. A avaliação do mérito do crédito inerente à operação de titularização, presente no relatório a que ora se faz referência, apenas pode ser realizada por sociedades de notação de risco<sup>11</sup>, sujeitas a um dever de imparcialidade e a registo de supervisão na CMVM - art. 12.º do CVM. Neste espírito de proteção da confiança na informação prestada<sup>12</sup>, o regime da titularização vê-se subordinado aos preceitos legais do regime geral mobiliário, exigindo que a informação seja completa, verdadeira, atual, clara, objetiva e lícita, tal como previsto no art. 7.º do CVM. No entanto, a relevância de cada informação não se afigura idêntica nos casos de titularização de créditos. Em verdade, fala-se aqui de uma operação complexa, composta pela cessão de créditos em massa, através da qual o cedente vê surgir a dispersão do risco de crédito, uma vez que este fica distribuído pelos créditos que compõem o conjunto cedido - contrariamente ao que aconteceria com a cessão de um crédito isolado, pela qual o risco de incumprimento seria integralmente transmitido para o cessionário. Assim, conclui-se desde já que na operação de titularização podemos ver

---

<sup>7</sup> Aquando do nascimento do mecanismo da titularização, nos EUA, a avaliação dos créditos era originariamente realizada mediante a atuação de agências federais, que concediam garantias sobre os créditos. No entanto, com o aumento da procura deste serviço, já durante a segunda metade dos anos oitenta, as agências federais foram substituídas pelas agências de *rating* - um instrumento de avaliação do risco inerente aos créditos e à sua mobilização e que veio substituir a concessão de garantias.

<sup>8</sup> A obrigatoriedade de elaboração do relatório de *rating* foi também imposta nos sistemas jurídicos francês, belga e espanhol.

<sup>9</sup> Segundo DIOGO LEITE DE CAMPOS e MANUEL MONTEIRO, a apresentação de relatório de notação de risco constitui uma etapa essencial em qualquer operação de titularização, pelo que, embora não obrigatória, revelar-se-á também fundamental se realizada em titularizações por oferta particular. CAMPOS, DIOGO LEITE DE/MONTEIRO, MANUEL, *Titularização de Créditos. Anotações ao Decreto-Lei n.º 453/99, de 5 de Novembro*, Coimbra, Almedina, 2001, p. 67.

<sup>10</sup> Remete-se aqui para a distinção entre oferta pública e oferta particular presente nos arts. 109.º e 110.º do CVM.

<sup>11</sup> Estas sociedades não se integram no conceito de intermediário financeiro, como já concluía AMADEU FERREIRA perante o Código de Valores Mobiliários de 1991. FERREIRA, AMADEU JOSÉ, *Direito dos Valores Mobiliários. Sumários das lições*, Lisboa, Associação Académica da Faculdade de Direito de Lisboa, 1997, p. 91-92.

<sup>12</sup> O regime aplicável à titularização de créditos, no âmbito da elaboração dos relatórios de avaliação, demonstra ser substancialmente mais protetor em relação aos investidores do que o regime de avaliação dos créditos subjacentes à emissão de obrigações hipotecárias, em que é da exclusiva responsabilidade do emitente a elaboração do relatório de avaliação dos bens hipotecados - art. 14.º do DL n.º 125/90, de 16 de Abril.

reduzida a importância da solvência do devedor e a sua disponibilidade patrimonial para cumprir e, conseqüentemente, a desnecessidade de fazer constar essa informação do relatório de notação de risco, interessando acima de tudo as características gerais do portfólio de créditos a transmitir.

Com efeito, o art. 27.º, n.º 4, do DL n.º 453/99, determina, para as titularizações levadas a cabo por fundos de titularização, um conteúdo mínimo para o relatório de notação de risco. Devem ser aí incluídos, designadamente, uma apreciação da qualidade dos créditos objeto de titularização, a confirmação da verificação dos pressupostos e perspectivas de evolução financeira que justificaram o planeamento da operação de titularização, a avaliação da adequação da estrutura da operação, dos meios necessários para a gestão dos créditos e das garantias de que beneficiarão os investidores e, finalmente, uma avaliação do risco de insolvência subjacente a cada unidade de titularização.

Chegado o fim da elaboração do relatório, a sociedade de notação de risco que levou a cabo este estudo, atribui aos valores mobiliários subjacentes aos créditos cedidos uma classificação que espelhará a sua rendibilidade, solidez, fiabilidade e risco, sendo a notação de AAA a que significa maior segurança no retorno e, pelo contrário, a de BB, ou abaixo, de alto risco para o investidor.

## **2.2. Cessão de créditos**

### **2.2.1. Generalidades**

A cessão de créditos em geral, conforme definição adotada por MENEZES LEITÃO, “(...) *consiste numa forma de transmissão do crédito, que se opera por virtude de um negócio jurídico, normalmente celebrado entre o credor e terceiro*”<sup>13</sup>. Sendo os créditos, geralmente, direitos patrimoniais suscetíveis de avaliação em dinheiro, conseqüentemente, podem caracterizar-se como direitos disponíveis, pelo que o seu titular poderá dispor dos mesmos, isto é, renunciar, alienar, onerar ou mesmo transmitir *mortis causa*.<sup>14</sup>

---

<sup>13</sup> LEITÃO, LUÍS MANUEL TELES DE MENEZES, *Cessão de créditos*, Coimbra, Almedina, 2005, p. 285.

<sup>14</sup> Sobre o tema, veja-se também LIMA, FERNANDO ANDRADE PIRES DE / VARELA, JOÃO DE MATOS ANTUNES, *Código Civil Anotado*. Vol. I, Coimbra, Coimbra Editora, 1967, p. 411 e 412.

O ordenamento jurídico português elegeu o regime da cessão de créditos para efeitos de titularização<sup>15</sup>. No entanto, o regime aplicável à cessão de créditos para titularização carece de adaptações resultantes das especificidades desta operação. Desde logo, a cessão de créditos para titularização adota como negócio jurídico base, e que lhe serve de causa, a compra e venda dos créditos entre o cedente e o cessionário<sup>16</sup>.

No cerne da operação de titularização estará sempre presente a cessão de direitos de crédito a favor do emitente dos valores mobiliários correspondentes. Contudo, o regime português<sup>17</sup> impõe uma cessão verdadeira, efetiva, completa e incondicional<sup>18</sup> do crédito (*true sale*). Assim, para que a compra e venda subjacente à cessão goze de eficácia translativa imediata basta-lhe o consentimento das partes na cessão plena do crédito, sendo esta independente do consentimento do devedor cedido - que nem se consubstancia como parte na cessão. Já no que respeita à cessão para titularização de créditos futuros, o contrato, no momento em que é celebrado, apenas terá eficácia obrigacional, ficando a transmissão condicionada ao nascimento e existência dos créditos, que se constituirão créditos presentes, direta e imediatamente, na esfera jurídica do cessionário. Estes limites impõem-se com o objetivo de intensificar a proteção dos investidores na operação de titularização. De facto, ao proceder à segregação dos créditos, transforma-se a compra dos valores mobiliários baseados nesses créditos num investimento imune ao risco de insolvência do cedente, necessitando que a sociedade de notação de risco proceda a uma avaliação estritamente focada na qualidade dos direitos cedidos.

A forma da cessão de créditos para titularização, por sua vez, foi também sujeita a um regime excecional relativamente àquele que foi previsto para a cessão de créditos no art. 578.º do CC. O art. 7.º do DL n.º 453/99 estatui, no seu n.º 1, que o contrato de transmissão de créditos para

---

<sup>15</sup> Vide art. 1.º, n.º 1, do DL n.º 453/99.

<sup>16</sup> A aquisição de créditos pelo cessionário vê-se integralmente completa mediante entrega do preço ao cedente. Encontram-se, portanto, reunidos os requisitos da compra e venda, previstos no art. 874.º do CC.

<sup>17</sup> Vide art. 4.º, n.º 6, do DL n.º 453/99.

<sup>18</sup> A cessão poderá ser condicionada ou sujeita a termo nos casos excecionais do art. 28.º, n.º 2, do DL n.º 453/99. Segundo esta disposição, a aquisição dos créditos apenas produzirá efeitos no momento da constituição do fundo de titularização - cfr. art. 28.º, n.º 1. Adicionalmente, a cessão poderá ainda estar sujeita a condição ou termo nos casos de subscrição incompleta de unidades de titularização ou de obrigações titularizadas (cfr. art. 4.º, n.º 6). Nos casos de subscrição incompleta, o veículo deverá optar entre a redução às subscrições realizadas - hipótese que terá de estar prevista no contrato de cessão - e a ineficácia da subscrição, ficando o contrato sujeito à condição suspensiva de subscrição integral da emissão. O mesmo se aplicará aos casos de sociedades de titularização quando emitam obrigações titularizadas, ficando os efeitos da cessão dependentes da subscrição das obrigações nos termos *supra* referidos.

titularização pode ser celebrado por documento particular, ainda que tenha por objeto créditos hipotecários. Não obstante, o n.º 2 do mesmo artigo prevê a necessidade de reconhecimento presencial das assinaturas, para as cessões de créditos assegurados por garantias sujeitas a registo.

### **2.2.2. Da eficácia perante o devedor**

O DL n.º 453/99, no seu art. 6.º, n.º 1, dispõe que a eficácia da cessão para titularização na esfera jurídica dos devedores está dependente de notificação a estes últimos. No entanto, o regime prevê importantes exceções. Determinar, de facto, o momento em que a cessão de créditos se torna eficaz perante o devedor exige uma distinção prévia. Torna-se necessário distinguir duas situações, tendo em consideração a natureza jurídica do cedente, isto é, se este é(ou não) uma instituição financeira.

Na primeira situação, aquela em que o cedente integra a definição de instituição financeira<sup>19</sup>, a cessão produz efeitos perante o devedor exatamente ao mesmo tempo que produz efeitos entre as partes, cedente e cessionário. Neste sentido dispõe o art. 6.º, n.º 4, do DL n.º 453/99, ao determinar que a cessão levada a cabo por instituição financeira, o Estado ou a Segurança Social (na posição de cedente) dispensa o conhecimento, aceitação ou notificação dos devedores para que seja eficaz perante estes últimos<sup>20</sup>. Tal opção legislativa é justificada pelo cenário macro-jurídico em que se desenvolvem as operações de titularização e que determina a inexecutabilidade de um processo de notificações em massa, que seria necessário para levar a cabo cada uma das operações de titularização. Adicionalmente, a norma do art. 5.º, n.º 1, do mesmo diploma, ao prever que, nestes casos, os créditos continuam a ser geridos pelo cedente, mantendo este último todas as relações com cada devedor, justifica a desnecessidade de notificação. Contudo, e como defende MANUEL MONTEIRO, a eficácia da cessão perante o devedor só poderá ser independente de notificação naqueles casos em que o cedente assume a gestão dos créditos cedidos. Caso contrário, seria despropositado exigir que o devedor

---

<sup>19</sup> São instituições financeiras as seguintes entidades: instituições de crédito, sociedades financeiras, empresas de seguros, fundos de pensões ou sociedades gestoras de fundos de pensões.

<sup>20</sup> Remeta-se para o art. 6.º, n.º 5, do DL n.º 453/99, pelo qual a CMVM pode autorizar, justificadamente, a dispensa de notificação nos casos em que a entidade que mantém as relações com os devedores, ainda que distinta do cedente, seja a entidade gestora dos créditos.

cumprisse junto de outra entidade sem que tivesse tido conhecimento da cessão ou até mesmo desconhecesse a identidade do cessionário perante o qual deverá cumprir<sup>21</sup>.

Ao contrário, quando o cedente não revestir a natureza de instituição financeira<sup>22</sup>, a cessão apenas se tornará eficaz quando notificada ao devedor - art. 6.º, n.º 1 do DL n.º 453/99. Na verdade, o regime jurídico identificado procurou seguir o princípio geral adotado pelo nosso Código Civil<sup>23</sup>. Não obstante, o legislador consagrou certas particularidades quanto ao procedimento de notificação do devedor, tornando-o mais célere e expedito, mas conservando a segurança necessária às operações de titularização. Assim, dispõe o art. 6.º, n.º 2, do DL n.º 453/99, que a notificação é enviada para o domicílio do devedor constante do contrato do qual emerge o crédito a ser cedido, por meio de carta registada, considerando-se a notificação efetuada no terceiro dia útil seguinte ao do registo da carta - independentemente de o devedor ter tomado conhecimento real da carta de notificação, no prazo legalmente previsto. Consequentemente, feita a notificação, esta torna-se oponível perante os devedores cedidos, os quais não poderão mais pagar (com eficácia liberatória) ao cedente, porquanto a alienação da titularidade dos créditos é plenamente eficaz em relação a eles.

Adicionalmente, e independentemente da natureza jurídica do cedente, deve salientar-se que, desde que provenientes de facto anterior ao momento em que a cessão produza efeitos entre as partes, os devedores poderão opor ao cessionário todos os meios de defesa - invalidade, resolução, pagamento, compensação, entre outros - que poderiam invocar contra o cedente (art. 6.º, n.º 6, do DL n.º 453/99)<sup>24</sup>. A este respeito, entende CALVÃO DA SILVA<sup>25</sup> que a norma especial ora em apreço se configura de incompreensível e inaceitável aplicação aos casos em que a notificação ao devedor cedido é condição de eficácia da cessão perante este

---

<sup>21</sup> MONTEIRO, MANUEL, *O recente regime português da Titularização de Créditos*, in AA. VV., *Titularização de Créditos*, Lisboa, Instituto de Direito Bancário, 2000, p. 203-205; CÂMARA, PAULO, *A Operação de Titularização*, op. cit., p. 83-86.

<sup>22</sup> Note-se que estão aqui incluídos os casos do art. 5.º, n.º 4, do DL n.º 453/99, em que a CMVM autoriza a gestão de créditos por entidade diferente da instituição financeira cedente.

<sup>23</sup> Vide art. 583.º do CC.

<sup>24</sup> Contrariamente ao regime do art. 585.º do CC, para efeitos de titularização importa antes o momento em que se dá a eficácia da cessão perante as partes, e não o da eficácia na esfera jurídica do devedor (ainda que os momentos possam coincidir). Em boa verdade, poderá verificar-se uma situação em que o devedor, na falta de notificação, não terá possibilidade de conhecer a inoponibilidade dos meios de defesa com origem em factos ulteriores à eficácia da cessão entre as partes. Assim, o cessionário deverá estipular, no contrato de cessão de créditos, a obrigação de o cedente garantir a inexistência de meios de defesa oponíveis pelo devedor junto do cessionário após a concretização do negócio jurídico em causa.

<sup>25</sup> SILVA, JOÃO CALVÃO DA, *Titularização de créditos - Securitization. No coração da crise financeira global*, 3.ª Edição, Coimbra, Almedina, 2013, p. 100-103.

último. Neste caso, se se aceitasse a aplicação do n.º 6 do art. 6.º, estar-se-ia a admitir a possibilidade de o devedor não notificado, e que não tomou conhecimento da cessão por outro meio, proceder ao pagamento junto do cedente (após a eficácia da cessão entre as partes) e, no entanto, por ser o pagamento posterior à eficácia da cessão entre as partes, não poder opor esse pagamento de boa fé ao cessionário. Observe-se que o espírito desta regra especial é o da proteção de qualquer devedor que, agindo de boa fé, pratique atos junto do cedente anteriormente à eficácia da cessão perante si. Assim, será sempre de perfilhar o entendimento de CALVÃO DA SILVA.

Por seu turno, o art. 6.º, n.º 7, do DL n.º 453/99, dispõe que a cessão para efeitos de titularização em nada prejudica a posição contratual do devedor. Este mantém todos os direitos emergentes do contrato do qual nasceu o crédito, isto é, as faculdades de reembolso antecipado, de renegociação, de cessão da posição contratual ou de sub-rogação, na medida em que se encontrem previstas naquele contrato.

### **2.2.3. Créditos passíveis de titularização**

Para que um crédito seja suscetível de ser cedido para titularização terá de preencher os requisitos cumulativos identificados no art. 4.º, n.º 1, do DL n.º 453/99.

Primeiramente, exige-se que o crédito seja de natureza pecuniária, isto é, que este tenha correspondência com uma obrigação pecuniária, mormente uma obrigação de soma ou quantidade expressa em moeda. Este requisito impõe-se pela necessidade de pronta solvabilidade para pagamento do crédito e facilidade na mobilização de capitais, coadunando-se com o próprio fim da operação de titularização. Porém, é exigido ainda que os créditos sejam transmissíveis, incondicionais, não litigiosos, não dados em garantia, nem penhorados ou apreendidos judicialmente.

Determina a alínea a) do n.º 1 do citado preceito legal, e em consonância com o regime geral do art. 557.º, n.º 1 do CC, que os créditos pecuniários objeto de cessão para titularização

sejam também eles *transmissíveis*, estando livres de restrições legais ou convencionais<sup>26</sup> em contrário.

Por outro lado, os créditos titularizáveis têm de ser *incondicionais* - quer se trate de condição suspensiva quer de condição resolutiva. Tal opção legislativa configurou-se essencial para a proteção da certeza que é necessária à titularização. O diploma ora em estudo, no entanto, prevê uma situação excecional no seu art. 4.º, n.º 2, nos termos do qual o Estado e a Segurança Social podem ceder créditos sujeitos a condição.<sup>27</sup>

Em terceiro lugar, exige-se que os créditos titularizáveis *não sejam litigiosos*, salvo, também aqui, quando sejam transmitidos pelo Estado ou pela Segurança Social - art. 4.º, n.º 2, do DL n.º 453/99. Consideram-se créditos litigiosos<sup>28</sup> aqueles que tenham sido contestados por qualquer interessado em juízo, ainda que arbitral. A presente proibição estende-se a qualquer crédito litigioso (desde que não detido pelo Estado ou Segurança Social), não se aplicando os limites e exceções presentes nos arts. 579.º e 581.º do CC.

Note-se, ainda, que os créditos passíveis de titularização *não podem ter sido dados em garantia nem judicialmente penhorados ou apreendidos*. Aqui se compreendem créditos que constituam objeto de penhor, créditos hipotecários afetos à garantia de reembolso do capital e recebimento dos juros de obrigações hipotecárias, entre outros - créditos esses que não se poderão considerar adequados aos fins da titularização.

Naturalmente, os créditos suscetíveis de ser titulados, pela inerente complexidade e onerosidade da operação, devem ser transmitidos em massa - ainda que tal exigência, em teoria, não represente um requisito indispensável à cessão de créditos. Assim, o processo de titularização compreende uma fase de aglomeração de uma multiplicidade de créditos, não muito diferentes entre si, para que sejam transmitidos em bloco<sup>29</sup>. A similitude dos créditos agregados tem em vista que as sociedades de notação de risco não vejam a sua tarefa de *rating* prejudicada ou dificultada e, ao mesmo tempo, que o reembolso de juros e capital seja contemporâneo de forma a bem satisfazer os direitos dos investidores dos créditos titulados.

---

<sup>26</sup> A proibição ou restrição convencional da possibilidade de cessão não é oponível ao cessionário, salvo se este a conhecia no momento da cessão - art. 577.º, n.º 2, do CC.

<sup>27</sup> Esta exceção foi apenas introduzida pela Lei n.º 103/2003, de 5 de Dezembro (doravante “Lei n.º 103/2003”).

<sup>28</sup> Vide art. 579.º, n.º 3, do CC.

<sup>29</sup> Vide art. 2.º, n.º 2, da Lei n.º 103/2003.



### **2.2.3.1. Exceção. Créditos futuros**

A prestação de coisas futuras<sup>30</sup> e, em particular, a compra e venda de bens futuros, são, em geral, permitidas, desde que não esteja legalmente prevista a sua proibição. No entanto, o contrato de cessão de créditos futuros é expressamente admitido no art. 4.º, n.º 3, do DL n.º 453/99, que apresenta os pressupostos legais a que a cessão em causa deve obedecer.

Na ótica de respeito pelo princípio geral da determinabilidade do objeto da cessão, estes créditos futuros terão de ser emergentes de relações jurídicas previamente constituídas e de montante conhecido ou estimável. Constate-se que, pela inexistência inicial dos créditos na esfera do cedente, a cessão de créditos futuros, ao tempo da sua celebração, terá uma eficácia meramente obrigacional. Consequentemente, a transmissão só produzirá efeitos reais no momento do nascimento dos créditos, instante em que estes se tornam presentes ou existentes direta e imediatamente na esfera jurídica do cessionário, sem passar pelo património do cedente. Aqui se compreende, a título exemplificativo, a titularização de portagens de autoestrada, crédito que nascerá e será respetivamente satisfeito apenas no futuro<sup>31</sup>.

### **2.2.3.2. Limites à titularização em razão da natureza do cedente**

Apesar da tendência, no ordenamento jurídico português, para a maior abrangência possível de créditos passíveis de titularização, podemos encontrar no art. 4.º, n.º 5, do DL n.º 453/99, limites aplicáveis em razão da natureza do cedente, ao invés da natureza do crédito. Em concreto, faz-se aqui alusão ao facto de as empresas de seguros, fundos de pensões e sociedades gestoras de fundos de pensões apenas disporem de poderes legais para titularização de créditos hipotecários, créditos sobre o Estado ou outras pessoas coletivas públicas e créditos de fundos de pensões relativos às contribuições dos respetivos participantes, sem prejuízo do benefício a estes devido.

---

<sup>30</sup> Vide art. 211.º do CC.

<sup>31</sup> São ainda concebíveis como créditos futuros titularizáveis, apesar de ainda não celebrados os respetivos contratos, os créditos de fornecimento de água, gás, eletricidade, telefone ou internet. Nestes casos, facilmente se prevê, com a devida segurança, a celebração de contratos futuros dos quais surgirão créditos pecuniários de quantia estimável e, portanto, de fácil titularização.

## **2.2.4. Tutela dos créditos cedidos**

### **2.2.4.1. Impugnação pauliana**

A cessão de créditos para titularização, por se encontrar sujeita ao regime geral da eficácia dos negócios jurídicos, pode ser objeto dos meios de conservação da garantia patrimonial previstos nos arts. 605.º e seguintes do CC. Consequentemente, pode ser impugnada pelo credor do cedente, no exercício do seu direito de ação pauliana<sup>32</sup> - art. 8.º, n.º 1, a), do DL n.º 453/99.

Com efeito, aquele interessado - credor do cedente - que deseje impugnar a cessão de créditos para titularização terá o ónus de alegação e prova, em primeiro lugar, do seu crédito. Neste sentido, o interessado terá de fazer prova da titularidade de crédito anterior à cessão ou, no caso de ser posterior, que a cessão tenha sido realizada com dolo, com o objetivo de impedir a satisfação do direito do futuro credor. Em segundo lugar, o credor impugnante terá de comprovar que a sua impossibilidade de obter a satisfação do crédito, ou o agravamento dessa impossibilidade, é resultante da prática do ato de cessão. E, por fim, terá ainda de fazer prova da má fé de ambas as partes, cedente e cessionário.<sup>33</sup> Em caso de procedência da impugnação pauliana, o credor impugnante terá direito à restituição dos bens na proporção do seu interesse<sup>34</sup>, podendo proceder à correspondente execução no património do obrigado à restituição e praticar todos os atos de conservação da garantia patrimonial necessários.

### **2.2.4.2. Insolvência do cedente ou do gestor dos créditos cedidos**

Dispõe o art. 8.º, n.º 2, do DL n.º 453/99, que as quantias pagas pelo cessionário, antes da insolvência do cedente, como contrapartida da cessão - tanto de créditos existentes, cuja data de vencimento seja posterior à data de insolvência, como de créditos futuros - não fazem parte da massa insolvente. A lei desenha um cenário em que estes montantes regressam ao balanço

---

<sup>32</sup> Vide arts. 610.º a 618.º do CC.

<sup>33</sup> Atua de má fé aquele que atuar com consciência do prejuízo causado pela cessão na esfera jurídica do credor do cedente ou, ainda, aquele que devesse conhecer o prejuízo, e que apenas não o conheceu em virtude de culpa grave das partes - cedente e cessionário.

<sup>34</sup> Repare-se que não há aqui invalidade do ato. A cessão é válida, sendo apenas ineficaz na quota-parte indispensável à satisfação do interesse do credor.

do cessionário precisamente para afastar a concorrência dos credores do insolvente (o cedente), dando preferência ao cessionário. Do mesmo modo, não integram a massa insolvente do cedente, os montantes a este pagos por devedores de boa fé, desde que desconhecida a cessão. Assim, o pagamento feito por qualquer devedor de boa fé tem, neste caso, eficácia liberatória e, consequentemente, o credor aparente será constituído na obrigação de restituir o montante indevidamente recebido ao verdadeiro credor - o cessionário - e, ainda, de indemnizar pelos danos resultantes do pagamento em atraso<sup>35</sup>.

Por sua vez, em caso de falência do gestor dos créditos, dispõe o art. 5.º, n.º 7, do mesmo diploma, que *“os montantes que estiverem na sua posse decorrentes de pagamentos relativos a créditos cedidos para titularização não integram a massa falida”*. Desde logo, estão aqui em causa os montantes entregues pelos devedores cedidos ao gestor, seja este o cedente ou não, uma vez que estes não lhe pertencem. Na verdade, os pagamentos efetuados pelos devedores ao gestor são por este último cobrados em nome do cessionário, esfera jurídica na qual, de facto, produzem os seus efeitos.

#### **2.2.4.3. Resolução em benefício da massa insolvente**

A cessão de créditos para titularização pode ser resolvida em benefício da massa falida, unicamente, se os interessados provarem a atuação de má fé por parte do cedente e do cessionário<sup>36</sup>.

Em concreto, poderão ser resolvidos os atos prejudiciais à massa praticados dentro dos dois anos anteriores à data do início do processo de insolvência - nos termos do art. 120.º do CIRE. Olhando ao regime previsto neste Código e, em especial, ao elenco de atos resolúveis em benefício da massa insolvente presente no art. 121.º, destaca-se - na alínea h), do n.º1, por relevante para os casos de cessão para titularização - a resolubilidade da cessão, desde que provada a má fé das partes, se efetuada dentro do ano anterior à data do início do processo de insolvência, em que as obrigações assumidas pelo insolvente excedam manifestamente as da contraparte. Consequentemente, havendo má fé, nascerá a responsabilidade da sociedade gestora do fundo de titularização ou da sociedade de titularização de créditos perante os titulares, respetivamente, das UT ou das obrigações titularizadas.

---

<sup>35</sup> Vide art. 408.º, n.º 1, e art. 879.º, a), do CC.

<sup>36</sup> Vide art. 8.º, n.º 1, b), do DL n.º 453/99.

### 2.2.5. Entidades cedentes

O elenco das entidades habilitadas a ceder créditos para efeitos de titularização (“entidades cedentes”) encontra-se espelhado no art. 2.º, do DL n.º 453/99. Segundo esta disposição, podem ser entidades cedentes as seguintes:

- (i) Estado e demais pessoas coletivas públicas;
- (ii) Instituições de crédito<sup>37</sup>;
- (iii) Sociedades financeiras<sup>38</sup>;
- (iv) Empresas de seguros;
- (v) Fundos de pensões e sociedades gestoras de fundos de pensões;
- (vi) Outras pessoas coletivas cujas contas dos três últimos exercícios tenham sido objeto de certificação legal por auditor registado na CMVM<sup>39</sup>.

Em primeiro lugar, note-se a inexistência de limites à possibilidade de cessão de créditos no *sector público*. O legislador compreendeu aí tanto o Estado como as demais pessoas coletivas públicas, quer de população quer de território - onde se incluem as regiões autónomas ou as autarquias locais -, e as entidades públicas empresariais previstas no art. 56.º do DL n.º 133/2013, de 3 de Outubro<sup>40</sup> (doravante “DL n.º 133/2013”).

---

<sup>37</sup> A instituição de crédito corresponde a “*empresa cuja atividade consiste em receber do público depósitos ou outros fundos reembolsáveis e em conceder crédito por conta própria.*” - art. 2.º-A, w), do RGICSF.

Para consulta do elenco legal dos principais tipos de instituições de crédito, cfr. art. 3.º do RGICSF.

<sup>38</sup> São sociedades financeiras “*as empresas, com exceção das instituições de crédito, cuja atividade principal consista em exercer pelo menos uma das atividades permitidas aos bancos, com exceção da receção de depósitos ou outros fundos reembolsáveis do público, incluindo as empresas de investimento e as instituições financeiras referidas na subalínea ii) da alínea z)*” - art. 2.º-A, kk), do RGICSF.

Acerca das sociedades financeiras existentes no ordenamento jurídico português, cfr. art. 6.º do RGICSF.

<sup>39</sup> A certificação poderá, em casos devidamente justificados e autorizados pela CMVM, ser substituída por documento equivalente - designadamente por relatório de auditoria realizado por auditor internacionalmente reconhecido -, quando a pessoa coletiva esteja sujeita a lei pessoal estrangeira e uma vez acautelados os interesses dos investidores e analisada a situação da pessoa coletiva - art. 2.º, n.º 2, do DL n.º 453/99.

<sup>40</sup> Com as alterações introduzidas pela Lei n.º 75-A/2014, de 30 de Setembro.

No *sector bancário*, aquele onde se inserem instituições de crédito e sociedades financeiras, a possibilidade de cessão para titularização vê-se por vezes vedada, quer por normas especialmente aplicáveis a certas instituições financeiras que as impedem de conceder créditos, quer pela própria natureza da atividade desenvolvida por estas, que, por sua vez, se revela incompatível com a operação de titularização. Sublinhe-se, a este respeito, que a maioria das sociedades financeiras, por se encontrarem impedidas de conceder crédito, é alvo de grandes obstáculos à titularização. Neste sector, os principais agentes impulsionadores da cessão de créditos para titularização serão as instituições de crédito - em particular, os bancos -, com recurso aos créditos do ramo imobiliário e do consumo. Por outro lado, e cada vez mais recorrentemente, encontra-se a cessão de créditos emergentes de contratos de *leasing*, por sociedades de locação financeira.

Por sua vez, no *sector segurador* encontram-se como entidades cedentes as empresas de seguros, fundos de pensões e sociedades gestoras de fundos de pensões. Como atrás referido, estas vêem o leque de créditos por si titularizáveis legalmente restringido, conforme disposto no art. 4.º, n.º 5, do DL n.º 453/99.

Por fim, quanto aos *restantes sectores* de atividade, observe-se que a cessão para titularização é permitida a pessoas coletivas privadas não financeiras, onde se incluem as sociedades de capitais públicos integrantes do sector empresarial estatal - nomeadamente, as empresas participadas e as empresas públicas, no sentido que lhes é dado, respetivamente, pelos arts. 7.º, n.º 1, e 5.º, n.º 1, do DL n.º 133/2013. O regime da titularização apenas exige que as contas dos três últimos exercícios da pessoa coletiva em causa tenham sido sujeitas a certificação legal por entidade auditora registada na CMVM<sup>41</sup>. Ora, esta exigência traz consigo, indiretamente, o requisito de constituição e existência da sociedade há, pelo menos, três anos, garantindo - ou pretendendo garantir - um grau mínimo de estabilidade, estruturação e organização financeira das entidades cedentes.

A respeito da cessão por pessoas coletivas privadas não financeiras, dir-se-á ainda que a intenção do legislador, ao exigir a certificação legal, não terá sido a de limitar o direito a

---

<sup>41</sup> Dispõem os arts. 6.º e seguintes da Lei n.º 148/2015, de 9 de Setembro (doravante “RJSA”), o regime aplicável ao registo de auditores na CMVM que, designadamente, importa a prova da sua idoneidade, qualificação, experiência profissional e adequação de meios humanos, materiais, financeiros e organizacionais exigíveis para o exercício da atividade.

titularizar àquelas sociedades cujas contas devam ser legalmente certificadas<sup>42</sup>. Neste sentido, é o próprio DL n.º 453/99, no seu art. 2.º, n.º 2, que prevê que a CMVM seja competente para autorizar a substituição da certificação legal de contas por documento equivalente, qualquer que seja o veículo de titularização. Neste contexto, podem identificar-se distintas hipóteses: (i) o cedente estar sujeito a lei pessoal estrangeira; (ii) as contas encontrarem-se certificadas por auditor não registado na CMVM, ou ainda não registado ao tempo da cessão; ou (iii) não se encontrarem de todo certificadas (as contas).

Expressamente prevista na lei está a situação em que a lei pessoal do cedente seja uma lei estrangeira. Para tal, o legislador entendeu ser suficiente a apresentação de documento equivalente, isto é, relatório de auditoria desenvolvido por auditor internacionalmente reconhecido, aplicando uma dupla proteção. Por um lado, obriga a que a responsabilidade pelo documento seja assumida por auditor internacionalmente reconhecido - o legislador pretendeu apontar para entidades que estejam sujeitas a um razoável controlo de qualidade no seu próprio Estado. Por outro lado, a entidade supervisora controla o documento em sentido estrito. Assim, nesta segunda perspetiva, existe um controlo do âmbito e metodologia utilizados na elaboração do documento, que deve permitir um exame adequado da pessoa coletiva privada, semelhante àquele que se alcançaria nos termos do n.º 1 do art. 2.º, criando uma idêntica confiança.

Contrariamente, a segunda situação - *as contas certificadas por auditor não registado* - não encontra solução expressa na lei. No entanto, é ainda mais facilmente remediada, bastando, para o efeito, desenvolver nova auditoria às contas, desta vez por auditor registado na CMVM.

Na hipótese de *as contas não terem sido objeto de certificação legal*, o que sucede maioritariamente em casos de pessoas coletivas sem dimensão suficiente para que estejam obrigadas a tal certificação, a solução não parece tão simples, pois está em causa permitir que a CMVM autorize a realização de operações de titularização por entidades de dimensão pequena e que sejam cedidos créditos em massas inferiores àquelas próprias da titularização. Parece-nos sensato concluir, então, que o cedente terá de garantir um nível mínimo de estabilidade financeira, estruturação e organização - através de contabilidade organizada - e, adicionalmente, que apresentar documento equivalente ao de certificação legal, como poderá

---

<sup>42</sup> Estão obrigadas a revisão legal de contas todas as sociedades anónimas, art. 451.º do CSC.

ser um relatório de auditoria elaborado por auditor registado na CMVM. Note-se, no entanto, que na vida prática da titularização são raros os casos em que entidades de tão pequena dimensão são, pela CMVM, autorizados a introduzir-se neste mercado de operações de massa.

Finalmente, cabe perguntar apenas se a competência atribuída à CMVM pelo artigo ora em análise poderá ser utilizada na autorização de entidades cedentes que estejam constituídas há menos de três anos. Neste ponto, perfilhamos o entendimento de MANUEL MONTEIRO, não excluindo totalmente a hipótese nos casos de sociedades constituídas por fusão, cisão ou reestruturações de grupo, uma vez que, em princípio, não se verá diminuída a segurança do crédito quanto aos interesses dos investidores.<sup>43</sup>

#### 2.2.6. Entidades cessionárias

Estatui o art. 3.º, do DL n.º 453/99, que a aquisição de créditos para titularização é apenas permitida a (i) fundos de titularização de créditos e (ii) sociedades de titularização de créditos. Os fins da operação de titularização, que pretende a eliminação do risco de incumprimento pelos devedores cedidos na esfera jurídica do cedente e ainda a separação do risco de incumprimento do risco de insolvência do cedente, ficam assegurados pela previsão normativa em apreço. Com efeito, ambos os veículos de titularização legalmente consagrados permitem o isolamento patrimonial dos créditos adquiridos e a respetiva garantia através dos direitos inerentes aos títulos que lhes servem de base - os veículos de titularização em causa podem, por isso, caracterizar-se como verdadeiros SPV's de *bankruptcy remote*<sup>44</sup>.

Note-se que o elenco de entidades cessionárias no ordenamento jurídico português é mais restritivo que aquele previsto pelo direito americano ou outros neste inspirados, desde logo pela não consagração do *trust*<sup>45</sup> como possível cessionário.

---

<sup>43</sup> MONTEIRO, MANUEL, *O recente regime português da Titularização de Créditos*, op. cit., p. 198.

<sup>44</sup> Uma empresa *bankruptcy-remote* é uma empresa, geralmente integrada num grupo empresarial, cuja falência tem, quanto possível, pouco impacto económico sobre as outras entidades do grupo. Uma empresa *bankruptcy-remote* é muitas vezes uma entidade de finalidade única. No caso concreto dos SPV's, estes são criados de forma a serem considerados "*bankruptcy-remote*", o que significa que os ativos cedidos ao SPV não estão em situação de risco se o SPV ou a entidade cujos ativos foram titularizados se tornar insolvente.

<sup>45</sup> O *trust* consiste numa relação fiduciária sobre a propriedade, na qual uma pessoa (o *trustee*) detém a propriedade (*res*) em benefício de outra pessoa (o beneficiário), com deveres específicos inerentes às condições em que o *trustee* administra a propriedade.

### 2.2.6.1. Fundos de titularização de créditos

Integra o capítulo segundo do DL n.º 453/99, desde o seu art. 9.º ao art. 38.º, o regime jurídico aplicável aos fundos de titularização de créditos (doravante “fundos”). Baseados na estrutura dos fundos de investimento mobiliário e imobiliário, estes fundos assumem a forma contratual, são administrados por uma sociedade gestora e fazem uso de depositário para guarda dos valores que os integram. Adicionalmente, os fundos ora em questão estão sujeitos a autorização e supervisão da CMVM, tal como disposto nos arts. 27.º a 30.º do mesmo diploma.

No que concerne à sua natureza jurídica, os fundos caracterizam-se por serem patrimónios autónomos detidos, através de um regime especial de comunhão, por uma pluralidade de pessoas - singulares ou coletivas - titulares de unidades de titularização (doravante “UT”) emitidas pelo próprio fundo. Assim, o património não responde, em caso algum, pelas dívidas dos detentores de unidades de titularização, da sociedade gestora do fundo, dos cedentes ou gestores dos créditos e a responsabilidade de cada titular de unidades de titularização é limitada ao valor das unidades subscritas<sup>46</sup>.

Os fundos podem adotar uma de duas modalidades, previstas no art. 10.º, do DL n.º 453/99: a de fundos de património fixo e a de fundos de património variável. O fundo de património fixo - consagrado no n.º 3 do mesmo artigo - é aquele que, ao longo da sua vida, se encontra impossibilitado de modificar os seus ativos e passivos, adquirindo novos créditos ou emitindo novas unidades de titularização. Esta modalidade de fundo coaduna-se, normalmente, com fundos constituídos para a realização de uma única operação de titularização. Já o fundo de património variável, previsto no n.º 2 do artigo em análise, pelo contrário, poderá adquirir novos créditos após a sua constituição e/ou emitir novas unidades de titularização, desde que esta faculdade tenha sido previamente consagrada no regulamento de gestão.<sup>47</sup> A aquisição

---

REUTLINGER, MARK, *Wills, Trusts, and Estates. Essential Terms and Concepts*, Boston, New York, Toronto, London, Little, Brown and Company, 1993, p. 143. / TOMÉ, MARIA JOÃO ROMÃO CARREIRO VAZ, *O Trust e a Titularização de Créditos - Breves Considerações*, in AA. VV., *Titularização de Créditos*, Lisboa, Instituto de Direito Bancário, 2000, p. 166.

<sup>46</sup> Vide art. 9.º, n.ºs 1 e 4, do DL n.º 453/99.

<sup>47</sup> Os créditos de massa, como os de cartões de crédito ou os créditos imobiliários, destacam-se pela sua homogeneidade e pelas diversas datas de vencimento que lhes estão associadas. Assim, os fundos de



de novos créditos poderá ter como fim o aumento do ativo do fundo, recorrendo à emissão de novas unidades de titularização para financiamento da aquisição. Ou, no caso em que se pretenda manter o montante do ativo, a aquisição realizar-se-á por substituição dos créditos iniciais<sup>48</sup> - situação que ocorrerá, a título exemplificativo, quando o fundo detenha créditos com vencimento anterior ao fim da sua duração. Não obstante, note-se que a modificação do ativo através de aquisição de novos créditos poderá sempre ter lugar, independentemente do tipo de fundo, em casos excepcionais. Em concreto, os fundos poderão adquirir novos créditos contanto haja uma situação de cumprimento antecipado dos créditos integrantes do fundo ou de existência de vícios ocultos inerentes a esses créditos.<sup>49</sup>

A respeito do ativo dos fundos, saliente-se apenas que este deve ser maioritariamente constituído por créditos para fins de titularização, nunca desrespeitando a percentagem mínima de 75% desses ativos. Mais se diga que, regra geral, os créditos do fundo não podem ser objeto de oneração nem alienação<sup>50</sup>.

Adicionalmente, as reservas de liquidez do fundo poderão ser aplicadas em valores mobiliários integrados em mercados regulamentados ou títulos de dívida de curto prazo. No entanto, o fundo terá de assegurar a sua gestão eficiente e a manutenção da notação de risco inicialmente atribuída às unidades de titularização por si emitidas.<sup>51</sup>

Por fim, quanto à liquidação e partilha do fundo, dispõe o art. 38.º, n.º 1, do DL n.º 453/99, que os detentores das UT não a podem exigir. Os fundos só poderão ser liquidados e partilhados antes do termo do prazo definido aquando da constituição do mesmo, quando o respetivo Regulamento de Gestão o preveja - nomeadamente, se houver concentração da totalidade das UT numa única entidade (n.º 2 do mesmo artigo) ou por determinação da CMVM, caso tenha sido revogada a autorização da sociedade gestora, pelo Banco de Portugal, ou de a mesma sociedade se dissolver por outra causa legítima (n.º 3 do artigo *supra*).

---

titularização que integrem estes créditos serão caracterizados pela elevada rotatividade das carteiras, implicando, a maioria das vezes, uma elevada necessidade de aquisições subsequentes de créditos.

<sup>48</sup> Naturalmente, se o fundo não pretender aumentar o seu ativo, a aquisição por substituição será financiada pelos rendimentos obtidos a partir dos créditos iniciais entretanto vencidos.

<sup>49</sup> A faculdade de aquisição de novos créditos deverá, no entanto, estar prevista desde a constituição do fundo.

<sup>50</sup> Vide art. 12.º, n.ºs 5 e 6, do DL n.º 453/99.

<sup>51</sup> Vide art. 12.º do DL n.º 453/99.

### **a) Sociedade gestora de fundos de titularização de créditos**

Em matéria de sociedades gestoras dir-se-á que estas cumprem a função de administração dos fundos, estando a prossecução desta atividade limitada a sociedades financeiras constituídas sob a forma de sociedade anónima<sup>52</sup>: as *sociedades gestoras de fundos de titularização de créditos*<sup>53</sup>. A estas sociedades de natureza financeira, que desempenham o papel de intermediário financeiro, é-lhes naturalmente aplicável o RGICSF e os arts. 289.º e seguintes do CVM. Consequentemente, o início de atividade das sociedades gestoras fica dependente de autorização do Banco de Portugal e de registo junto deste e da CMVM. A fim de garantir a aplicabilidade da lei portuguesa, o ordenamento jurídico português estabeleceu ainda que as sociedades gestoras devem ter sede e administração efetiva em Portugal<sup>54</sup>.

Para além do exposto, sublinhe-se o disposto no art. 16.º, n.º 1, do DL n.º 453/99, em que se determina que o objeto das sociedades gestoras de fundos de titularização de créditos deve compreender exclusivamente a administração de (um ou mais) fundos de titularização. Na prossecução de tal atividade, a sociedade é responsável por praticar todos os atos necessários à boa administração do fundo, de acordo com critérios de elevada diligência e competência profissional, pelo que o art. 21.º do mesmo diploma, expressamente, veda a possibilidade de as sociedades gestoras contraírem empréstimos, onerarem ou alienarem os créditos que integrem o fundo<sup>55</sup>, adquirirem por conta própria valores mobiliários<sup>56</sup>, concederem crédito e, ainda, adquirirem imóveis para além daqueles estritamente necessários ao exercício da sua atividade.

### **b) Depositário**

O depositário<sup>57</sup> é, para além da sociedade gestora, a segunda entidade jurídica em que se apoia o funcionamento do fundo. Assim, este último deve entregar a um único depositário os valores que o integram, nomeadamente o capital e juros recebidos como pagamento dos seus

---

<sup>52</sup> Vide art. 17.º, n.º 1, do DL n.º 453/99.

<sup>53</sup> Novo tipo societário criado pelos arts. 15.º a 18.º do DL n.º 453/99.

<sup>54</sup> Vide art. 15.º, n.º 2, do DL n.º 453/99.

<sup>55</sup> Exceto nos casos previstos no art. 12.º, n.ºs 5 e 6, do DL n.º 453/99.

<sup>56</sup> Com exceção dos valores mobiliários emitidos por fundos públicos e valores mobiliários a estes equiparados.

<sup>57</sup> Vide arts. 23.º a 25.º do DL n.º 453/99.

créditos, os valores mobiliários adquiridos por conta do fundo e as quantias dos empréstimos contraídos pela sociedade gestora por conta do fundo. O depositário, por sua vez, deve efetuar, a comando da sociedade gestora, as aplicações dos ativos do fundo, administrar adequadamente os créditos e proceder à sua cobrança por conta do fundo, entregar os rendimentos periódicos e efetuar o reembolso das unidades de titularização, assegurar a receção atempada da contrapartida das operações de titularização levadas a cabo pelo fundo, controlar o respeito pela lei e regulamento de gestão, em especial na aplicação dos rendimentos do fundo.

Neste sentido, poderão constituir-se como depositárias as instituições de crédito, portuguesas ou comunitárias com sucursal em Portugal, previstas nas alíneas a) a f), do art. 3.º, do RGICSF, e que disponham de fundos próprios não inferiores a € 7.500.000,00. Assim, é possível concluir que o cedente, quando conforme com os requisitos apresentados, poderá ser cumulativamente cedente e depositário do fundo.

#### **2.2.6.2. Sociedades de titularização de créditos**

As sociedades de titularização de créditos<sup>58</sup> (doravante “sociedades de titularização”) caracterizam-se por assumirem a natureza jurídica de sociedades anónimas<sup>59</sup>, estando dependentes de autorização da CMVM e de consequente registo junto da mesma entidade supervisora. Estas sociedades têm por objeto exclusivo a realização de operações de titularização, o que consistirá na aquisição de créditos, gestão dos mesmos - se assim se estabelecer através de contrato de gestão - e na emissão de obrigações. A estas sociedades são aplicáveis, por expressa determinação legal, os requisitos de idoneidade e profissionalidade dos dirigentes e detentores de participações qualificadas<sup>60</sup>, e ainda, não obstante as sociedades

---

<sup>58</sup> Vide arts. 39.º a 66.º do DL n.º 453/99.

<sup>59</sup> A qualificação da sociedade de titularização, na primitiva redação do DL n.º 453/99, correspondia à de sociedade financeira. No entanto, a generalidade da doutrina, face à função de mero veículo de titularização de créditos e ao seu objeto social exclusivo, considerou ser desadequada esta qualificação.

Acerca do tema, SILVA, JOÃO CALVÃO DA, *Titularização de créditos - Securitization*, op.cit., p. 67; CÂMARA, PAULO, *A Operação de Titularização*, op. cit., p. 87-89.

<sup>60</sup> Vide arts. 41.º e 42.º do DL n.º 453/99.

de titularização se inserirem no fenómeno da desintermediação financeira<sup>61</sup>, certas regras da intermediação financeira<sup>62</sup>.

A respeito do financiamento das sociedades de titularização, observe-se que este é feito mediante recurso a fundos próprios ou à emissão de obrigações. Acessoriamente, apesar de vedada a possibilidade de aquisição de obrigações próprias, estas sociedades poderão sempre financiar-se junto de terceiros, com respeito pelo disposto no art. 44.º, n.º 2, do DL n.º 453/99, e aplicar o produto do reembolso dos créditos titularizados, e respetivos rendimentos, em instrumentos de baixo risco e elevada liquidez a definir por regulamento da CMVM.

No tocante à alienação de créditos, as sociedades de titularização só podem transmiti-los a fundos de titularização de créditos ou a outras sociedades de titularização, salvo em caso de incumprimento das obrigações correspondentes aos créditos, retransmissão ao cedente e consequente aquisição (por substituição) de novos créditos<sup>63</sup>, retransmissão em caso de revelação de vícios ocultos ou, ainda, quando a transmissão abranger todos os créditos integrantes do património autónomo afeto a uma determinada emissão de obrigações titularizadas - não ultrapassando 10% da quantia inicial do mesmo património. Assim, estando a transmissão de créditos limitada às duas entidades acima referenciadas, sempre se concluirá que esta alienação configura uma verdadeira cessão de créditos para titularização em segundo grau<sup>64</sup>.

### **2.3. Gestão dos créditos cedidos**

Determina o art. 5.º, n.º 1, do DL n.º 453/99 que, em simultâneo com a celebração do contrato de cessão de créditos para titularização, sempre que o cedente seja instituição de crédito, sociedade financeira, empresa de seguros, fundo de pensões ou sociedade gestora de fundos

---

<sup>61</sup> Sobre este tema, SILVA, JOÃO CALVÃO DA, *Titularização de créditos - Securitization*, op.cit., p. 70-72 / CÂMARA, PAULO, *A Operação de Titularização*, op. cit., p. 75-77.

<sup>62</sup> Vide art. 46.º do DL n.º 453/99.

<sup>63</sup> Apenas nos casos de alteração das características dos créditos no âmbito da renegociação entre devedor e cedente.

<sup>64</sup> CAMPOS, DIOGO LEITE DE/MONTEIRO, MANUEL, *Titularização de Créditos. Anotações ao Decreto-Lei n.º 453/99, de 5 de Novembro*, op.cit. , p. 92.

de pensões, deve ser celebrado contrato pelo qual a entidade cedente fica obrigada a gerir os créditos cedidos, em nome e por conta do cessionário<sup>65</sup>. Assim, o cedente ficará obrigado a praticar todos os atos que se revelem adequados à boa gestão dos créditos (e respetivas garantias, quando existam), prestar serviços administrativos e de cobrança, assegurar as relações com os devedores e praticar todos os atos conservatórios, modificativos e extintivos necessários relativamente às garantias. Tal exigência justifica-se pela particular especificidade e complexidade inerentes à atividade financeira e pela proteção que deverá necessariamente ser assegurada aos consumidores deste sector. Nos restantes casos, os créditos poderão ser administrados pelo cessionário, pelo cedente ou por terceiro que possua idoneidade para prossecução desta atividade.

A respeito da prática de atos de administração extraordinária, isto é, a faculdade de alienar ou onerar os créditos, o gestor, por si só, não está autorizado a praticar estes atos. Com efeito, a alienação ou a oneração dos créditos estarão sempre sujeitas a autorização expressa e individual a conceder pelo cessionário para cada ato. Não obstante o exposto, naturalmente, quando seja o cessionário o próprio gestor dos créditos, este estará dispensado de autorização para prática dos atos mencionados.

## **2.4. Titularização *stricto sensu*. Da emissão de valores mobiliários**

A simples celebração de um contrato de cessão de créditos para titularização não é suficiente para completar a operação de titularização. De facto, para transformar os créditos cedidos em títulos transacionáveis no mercado financeiro torna-se necessário proceder à emissão de valores mobiliários. No entendimento de PAULO CÂMARA, a emissão deve entender-se como *“um conjunto complexo e dinâmico de actos materiais e jurídicos destinados finalisticamente à criação de valores mobiliários e à sua introdução originária no mercado”*<sup>66</sup>, pelo que a emissão é um conceito que vai além da mera criação de valores mobiliários.

---

<sup>65</sup> Excecionalmente, a CMVM poderá autorizar que a gestão de créditos fique a cargo de entidade diferente do cedente - art. 5.º, n.º 4, do DL n.º 453/99.

<sup>66</sup> CÂMARA, PAULO, *Emissão e subscrição de valores mobiliários*, in AA. VV., *Direito dos Valores Mobiliários*, Lisboa, 1997, p. 206-210.

Assim, e como anteriormente referenciado, estarão aptos a emitir valores mobiliários para titularização - respetivamente, unidades de titularização e obrigações titularizadas - os fundos de titularização e as sociedades de titularização.

#### **2.4.1. Unidades de titularização**

Como atrás mencionado, os fundos de titularização utilizam a emissão de UT de forma a converter os créditos cedidos em títulos transacionáveis no mercado de valores mobiliários.

As UT são, por expressa determinação da lei<sup>67</sup>, valores mobiliários sob a forma escritural, pelo que o seu registo e controlo serão regulados pelas normas dos arts. 61.º e seguintes do CVM, aplicáveis aos valores mobiliários escriturais em geral. Para emissão das UT, no entanto, será necessário assegurar que o valor correspondente ao seu preço de emissão, a aplicar no momento da aquisição de créditos, se encontra efetivamente realizado e integrado no ativo do fundo. Note-se que os próprios cedentes poderão adquirir UT representativas dos ativos por si transmitidos para o fundo.

Sendo o preço realizado previamente ao registo, dita o regime jurídico da titularização que as contas de subscrição das UT, aquando da constituição do fundo se transformam em contas de registo de valores mobiliários.<sup>68</sup> Assim, haverá aqui uma presunção de titularidade das UT sempre que estas, como valores mobiliários escriturais que são, estejam inscritas ou registadas na conta pessoal de um certo investidor.

Adicionalmente, sublinhe-se que as UT podem ser emitidas integrando diversas categorias<sup>69</sup>, consoante os direitos conferidos aos investidores. A subscrição de UT pode conferir, por exemplo, ao seu detentor, cumulativamente ou não, o direito ao pagamento de rendimentos periódicos, o direito ao reembolso do valor nominal ou o direito ao saldo de liquidação do fundo, na proporção da sua detenção e em conformidade com as determinações compreendidas no regulamento de gestão acerca das categorias de UT. Neste sentido, observe-se ainda que a qualidade de detentor é adquirida na data de subscrição das UT e contra a realização do pagamento do respetivo preço, implicando a subscrição a

---

<sup>67</sup> Vide art. 31.º, n.º 1. do DL n.º 453/99.

<sup>68</sup> Nos termos do CVM, nomeadamente o seu art. 73.º.

<sup>69</sup> Vide art. 32.º, n.º 3, do DL n.º 453/99.

correspondente aceitação do regulamento de gestão e a atribuição de poderes de representação à sociedade gestora do fundo. Ora, a subscrição das UT implica ainda a assunção do risco de simples mora ou de incumprimento das obrigações correspondentes aos créditos que integram o fundo.

No tocante à emissão de UT, dispõe o art. 34.º, do diploma em estudo que a emissão de UT pode realizar-se mediante Oferta Pública de Subscrição (doravante “OPS”), sendo aplicável o regime jurídico das ofertas públicas previsto no CVM. Assim, a execução de qualquer OPS de UT estará sujeita a registo prévio na CMVM<sup>70</sup> e o seu lançamento é feito pela sociedade gestora do fundo, através da divulgação do prospeto aprovado pela CMVM. No caso de fundos de património variável, a informação a constar do prospeto é definida pela CMVM<sup>71</sup>, designadamente o conteúdo do regulamento de gestão, as partes do relatório de notação de risco que devem ser reproduzidas - projeto de prospeto, contrato de colocação e relatório elaborado por sociedade de notação de risco -, o sumário do plano financeiro previsional do fundo e, por fim, relatório de auditoria sobre os pressupostos e consistência do plano financeiro ora mencionado. Contrariamente, se a emissão se realizar mediante oferta particular, a emissão está unicamente sujeita a comunicação à CMVM, de acordo com o art. 110.º, n.º 2, do CVM. Sublinhe-se apenas que, para além do exposto, o regime jurídico da titularização permite a sujeição das UT à negociação em bolsa<sup>72</sup>.

Note-se, por fim, que, apesar da semelhança entre os fundos de investimento mobiliário e imobiliário e os fundos de titularização, quando se esteja perante UT emitidas por fundos de titularização não existe direito ao resgate das mesmas. Contudo, inspirado no regime do direito de resgate, prevê o art. 33.º do DL n.º 453/99 que do regulamento de gestão possa constar a possibilidade de a sociedade gestora proceder, antes da liquidação e partilha do fundo, a reembolsos parciais ou integrais das UT, desde que se assegure, para cada categoria de UT, a igualdade de tratamento (*pari passu*) dos seus titulares.

---

<sup>70</sup> Vide art. 114.º, n.º 2, do CVM.

Esta exigência justifica-se pela necessidade de controlo não só da legalidade da oferta, e dos documentos que a sustentam, mas também do cumprimento dos deveres de informação a cargo dos emitentes no decorrer da operação e, particularmente, na elaboração do prospeto.

<sup>71</sup> art. 135.º, n.º1, do CVM: “*O prospecto deve conter informação completa, verdadeira, actual, clara, objectiva e lícita, que permita aos destinatários formar juízos fundados sobre a oferta, os valores mobiliários que dela são objecto e os direitos que lhe são inerentes, sobre as características específicas, a situação patrimonial, económica e financeira e as previsões relativas à evolução da actividade e dos resultados do emitente e de um eventual garante.*”

<sup>72</sup> Vide art. 35.º do DL n.º 453/99.

#### 2.4.2. Obrigações titularizadas

Para titularizar créditos, de modo a poder pagar a aquisição dos mesmos, as sociedades de titularização emitem obrigações titularizadas (doravante “OT”), isto é, títulos de dívida (valores mobiliários) associados a créditos que foram cedidos, a este tipo de sociedades, para respetiva titularização.

Desde logo, será importante frisar que a emissão de OT não estará sujeita aos requisitos e limites previstos no CSC, nomeadamente dos arts. 348.º, n.º 2 e 349.º. No entanto, em resultado da respetiva natureza de mero veículo de titularização, as sociedades de titularização só poderão financiar a sua atividade através de fundos próprios e emissão de obrigações titularizadas<sup>73</sup>. Neste sentido, as sociedades em causa emitirão tantas obrigações titularizadas quantos os créditos adquiridos e afetos a cada emissão, sendo em geral de montante inferior ao dos créditos de forma a garantir alguma segurança no património da sociedade.

Assim como acontece com a emissão de UT, as OT podem ser emitidas através de oferta pública ou particular. A oferta pública de OT estará sujeita a registo prévio na CMVM e fica dispensada de registo comercial - art. 60.º, n.º 2, do DL n.º 453/99. O registo visa o controlo da legalidade da emissão, objetivo totalmente alcançado com o registo na entidade supervisora, de tal modo que não faria sentido o duplo registo. O pedido de aprovação do prospeto da oferta deverá ser acompanhado de relatório de *rating*, seguindo o disposto para os relatórios de notação de risco elaborados no contexto dos fundos de titularização<sup>74</sup>. Neste caso, por aplicação do CVM, será apresentado com a oferta o sumário do prospeto, documento no qual o investidor encontrará, de forma concisa, as características essenciais e os riscos inerentes às OT em oferta. Diferentemente, se optar pela oferta particular, a sociedade de titularização fica apenas obrigada a comunicar subsequentemente a oferta de OT à CMVM, no prazo de 10 dias úteis contados da data de emissão ou do registo dos valores mobiliários em conta individualizada.

---

<sup>73</sup> A possibilidade de emissão de simples obrigações por sociedades de titularização foi preterida, no ordenamento jurídico português, pelo DL n.º 82/2002, de 5 de Abril.

<sup>74</sup> Vide art. 27.º, n.º 4, do DL n.º 453/99.



No que concerne ao rendimento e reembolso dos créditos titularizados, o sentido e fim da titularização justificam que as OT sejam emitidas com base nos créditos adquiridos pelas sociedades de titularização e pagos ao cedente com o dinheiro investido pelos interessados no momento da subscrição das mencionadas OT. Assim se completa a lógica por detrás da operação de titularização pela qual as sociedades de titularização atuam como meros veículos. Em linha com este pensamento, dispõe o art. 61.º do DL n.º 453/99 que pelo pagamento das remunerações (onde se incluem os juros) e reembolso do capital, bem como pelo pagamento das despesas e encargos relativos à emissão, respondem apenas os créditos que lhe estão exclusivamente afetos e outras garantias ou instrumentos de cobertura de riscos eventualmente contratados no âmbito da emissão, excluindo-se o restante património da sociedade de titularização emitente. Consequentemente, com a derrogação do regime geral do art. 601.º do CC, nasce o princípio da segregação previsto no art. 62.º do DL n.º 453/99. O princípio da segregação de contas determina que os créditos, o produto do respetivo reembolso e os rendimentos, afetos ao reembolso de uma emissão de OT, constituem um património autónomo<sup>75</sup> do restante património da sociedade. Assim, a sociedade de titularização que realize duas ou mais emissões de OT, para além de os créditos afetos a uma emissão constituírem património separado do património da sociedade, estarão também segregados em relação ao património afeto às outras emissões. No entanto, posteriormente ao pagamento integral das quantias devidas aos detentores das OT que formam uma emissão e das respetivas despesas e encargos, a sociedade de titularização tem direito, salvo convenção em contrário, ao remanescente do património segregado e afeto àquela emissão.

O regime português prevê ainda um segundo grau de segurança para os investidores, dobrando a tutela patrimonial do detentor de OT. Com efeito, os titulares de OT e as entidades que prestam serviços no âmbito da sua emissão beneficiam, em garantia do seu crédito obrigacionista, do património geral do emitente e, adicionalmente, de um privilégio creditório mobiliário especial<sup>76</sup> sobre os bens que em cada momento integram o património autónomo afeto a cada emissão, com precedência sobre os restantes credores.

---

<sup>75</sup> O património autónomo só responde pelas dívidas da emissão a que se encontra afeto e só ele responde por tais dívidas (dívidas próprias e privativamente suas)

<sup>76</sup> Segundo o art. 733.º do CC, “*privilégio creditório é a faculdade que a lei, em atenção à causa do crédito, concede a certos credores, independentemente do registo, de serem pagos com preferência*”. Neste sentido, o privilégio mobiliário especial é aquele que abrange apenas o valor de certos bens móveis do património do devedor, à data da penhora ou ato equivalente.

Em última instância, resta referir que os bens pertencentes ao património autónomo e afetos a uma emissão são depositados na CMVM e adequadamente codificados, de modo a garantir a confidencialidade dos dados pessoais, especialmente importante quando se trata de instituições de crédito cedentes. Neste sentido, cabe à CMVM estabelecer as condições para acesso à chave do código nela depositado pelos titulares de OT, em caso de incumprimento<sup>77</sup>.

---

<sup>77</sup> *Vide* art. 62.º, n.º 5, do DL n.º 453/99.

## PARTE II - TITULARIZAÇÃO DE CRÉDITOS HIPOTECÁRIOS

### 1. Créditos hipotecários. Conceito

Os créditos hipotecários distinguem-se dos demais créditos por se encontrarem garantidos por hipoteca. Como uma das garantias reais das obrigações previstas no ordenamento jurídico português, “a hipoteca confere ao credor o direito de ser pago pelo valor de certas coisas imóveis, ou equiparadas, pertencentes ao devedor ou a terceiro, com preferência sobre os demais credores que não gozem de privilégio especial ou de prioridade de registo”<sup>78</sup>.

Verifica-se, assim, pelo regime jurídico português, que a hipoteca corresponde a uma garantia real indivisível, eficaz perante terceiros, incidente sobre coisas imóveis (ou equiparadas<sup>79</sup>) - devidamente determinadas no momento da sua constituição -, que pressupõe o conhecimento do montante exato do crédito assegurado, dos respetivos acessórios e fundamento, e ainda, sob pena de ineficácia ou até inexistência, de registo obrigatório.

### 2. A titularização de créditos hipotecários

#### 2.1. Generalidades

A titularização de créditos, como já evidenciado, viu a sua origem nos anos trinta, no período de crise do sector de crédito imobiliário norte-americano. Com efeito, a titularização teve um despontar relacionado com o mercado hipotecário, tendo por base a emissão de valores mobiliários garantidos por direitos de crédito com garantia hipotecária (*mortgage-backed securities*). Com o sucesso da operação, os EUA alargaram esta técnica a outros créditos.

---

<sup>78</sup> Vide art. 686.º, n.º 1, do CC.

<sup>79</sup> Navios, veículos automóveis e aeronaves.

No ordenamento jurídico português, a evolução da titularização não foi tão faseada. Por ter surgido mais tardiamente, o regime previu imediatamente a titularização de diversos tipos de créditos. Não obstante, quanto aos créditos hipotecários, hoje em dia, o art. 4.º, n.º 4, do DL n.º 453/99, permite que sejam cedidos para titularização créditos hipotecários que tenham surgido no âmbito do regime do DL n.º 349/98, de 11 de Novembro. Este diploma regula as concessões de crédito para aquisição, construção ou realização de obras de conservação em habitação própria, ou para aquisição de terreno para construção de habitação própria permanente, pelo que serão estes os únicos créditos hipotecários em relação aos quais é permitida a aplicação do instrumento da titularização.

Ora, quanto à titularização destes créditos o problema põe-se, particularmente, quanto à cessão da garantia (hipoteca) sujeita a escritura pública e registo, para efeitos de eficácia perante terceiros. Estabelece o art. 7.º, n.º 2, do DL n.º 453/99, que para efeitos de averbamento da cessão dos créditos hipotecários no registo, ou de outras garantias sujeitas a registo<sup>80</sup>, o documento particular deve conter o reconhecimento presencial das assinaturas, por notário ou, caso existam, pelos secretários das sociedades intervenientes. A falta de averbamento no registo determina unicamente a ineficácia da transmissão das garantias. Quanto a este tema, tal como defende DIOGO LEITE DE CAMPOS<sup>81</sup>, entende-se que não será possível, atendendo ao processo registral em Portugal, promover o registo de grandes massas de hipotecas, em tempo útil, tal como exigiria uma operação de titularização. No entanto, dado que o cedente continua a gerir os créditos em nome próprio, ainda que por conta do cessionário, será solução possível e prática a da manutenção da garantia em nome do cedente.

Ultrapassado o problema do registo da hipoteca, então, dir-se-á que toda a operação de titularização será levada a cabo como anteriormente explanado acerca do regime geral de titularização. No entanto, observe-se que o crédito titularizado, isto é, o seu valor mobiliário correspondente, estará garantido não só pelo património autónomo e restante património do emitente, como também pela própria hipoteca associada ao crédito.

---

<sup>80</sup> Como a consignação de rendimentos - art. 660.º, n.º 2 do CC - ou o penhor sujeito a registo - art. 681.º do CC.

<sup>81</sup> CAMPOS, DIOGO LEITE DE, A Titularização de Créditos: Bases Gerais, in AA. VV., Titularização de Créditos, Lisboa, Instituto de Direito Bancário, 2000, p. 12.

## 2.2. Figuras semelhantes: As obrigações hipotecárias

Próxima da figura da titularização de créditos hipotecários encontra-se, entre outras, a emissão de obrigações hipotecárias, regulada pelo DL n.º 59/2006, de 20 de Março (doravante “DL n.º 59/2006”).

As obrigações hipotecárias são um instrumento do mercado financeiro. Em concreto, tratam-se de títulos de dívida correspondentes à obrigação do emitente de proceder ao pagamento de capital e juros, nas condições constantes do título. Resumidamente, são obrigações no seu formato clássico. O que as diferencia é a natureza dos ativos que estão associados à sua emissão - créditos hipotecários<sup>82</sup> - e as garantias de que os seus titulares beneficiam. Por outro lado, note-se que o valor nominal destas obrigações não poderá ultrapassar 95% do valor dos créditos hipotecários e os restantes ativos afetos à emissão, tal como o vencimento médio das obrigações não pode exceder o vencimento médio dos créditos e ativos a estas associados. O montante global dos juros a entregar resultantes das obrigações hipotecárias não deverá ultrapassar, em cada momento, os juros a pagar em consequência dos créditos e ativos de cada emissão. E, finalmente, o valor do crédito hipotecário afeto à garantia das obrigações não pode ser maior que o montante das hipotecas, nem que 80% do valor do bem hipotecado, se imóvel para habitação, ou 60% se for um bem imóvel destinado ao comércio.

Uma vez organizados, os créditos hipotecários formam uma *pool*, com valor, origem e garantias conhecidos e determinados, e é exatamente esse conjunto de créditos que será a base da emissão das obrigações.

Tal como na operação de titularização mencionada no ponto anterior, estão aqui em causa créditos hipotecários, estando cada crédito garantido por uma hipoteca e, portanto, a *pool* garantida por um conjunto de hipotecas. Assim, o titular de uma *pool*, contanto preencha os requisitos para que seja considerado emitente<sup>83</sup>, poderá emitir títulos que beneficiarão das garantias dos créditos associados àquela emissão. Adicionalmente, tal como no regime previsto para a emissão de OT, as obrigações hipotecárias beneficiam ainda de um privilégio

---

<sup>82</sup> Para fins de emissão ao abrigo do DL n.º 59/2006, salvo raras exceções, são apenas elegíveis como ativos subjacentes à emissão, os créditos hipotecários vincendos, não sujeitos a condição e garantidos com primeira hipoteca.

<sup>83</sup> “Apenas podem emitir obrigações hipotecárias as instituições de crédito legalmente autorizadas a conceder créditos garantidos por hipoteca que disponham de fundos próprios não inferiores a (euro) 7500000.” - art. 2.º do DL n.º 59/2006.

creditório especial. Mediante este privilégio, o detentor do título de dívida será pago com precedência relativamente a qualquer outro credor, antes mesmo do próprio emitente, no caso de este último deter créditos sobre o devedor. Por outro lado, as hipotecas associadas aos créditos que subjazem a estas emissões prevalecem em relação aos privilégios creditórios imobiliários.

Consequentemente, pode identificar-se aqui a existência de uma tripla garantia de pagamento ao investidor. Desde logo, o pagamento está garantido pelo conjunto dos créditos hipotecários subjacentes às obrigações hipotecárias, tendo precedência sobre os demais créditos. Em segundo lugar, poderá recorrer-se ao conjunto de hipotecas que garantem os créditos mencionados, tendo estas prioridade em relação aos privilégios creditórios imobiliários e qualquer outra garantia real. E, por fim, o investidor que vê o seu crédito insatisfeito poderá atacar o património do emitente.

Já no tocante aos créditos hipotecários e restantes ativos afetos à emissão, note-se que, também este regime jurídico determina que aqueles constituam património autónomo e, consequentemente, só respondam pelas obrigações emitidas e respondam apenas até ao seu integral cumprimento.

Finalmente, no que se refere ao princípio da continuidade da emissão, sublinhe-se que em situação de grave incumprimento ou até insolvência do emitente, o património autónomo passa a ser administrado por terceira entidade indicada pelo Banco de Portugal, ou é declarado o vencimento da emissão, com liquidação imediata e integral. Não obstante, em caso de dissolução e liquidação da entidade emitente, o património autónomo é separado da massa liquidanda até à satisfação integral das obrigações hipotecárias.

### **2.2.1. Da cessão de créditos hipotecários**

Só as instituições de crédito legalmente autorizadas a conceder créditos garantidos por hipoteca podem cedê-los<sup>84</sup>. Contudo, esta cessão destinar-se-á apenas à emissão de obrigações hipotecárias<sup>85</sup> pelo cessionário e produz efeitos relativamente aos devedores (dispensando a notificação). A cessão ora em análise opera por documento particular com reconhecimento de

---

<sup>84</sup> Vide art. 24.º do DL n.º 59/2006.

<sup>85</sup> Vide art. 6.º do DL n.º 59/2006.

assinaturas para efeitos de registo, desviando a exigência de instrumento notarial previsto no CN para a cessão de créditos hipotecários em geral.

À semelhança do regime da titularização de créditos, o regime das obrigações hipotecárias prevê que a cessão dos créditos hipotecários apenas possa ser sujeita a impugnação pauliana nos mesmos termos que a cessão para titularização e, adicionalmente, que a resolução em benefício da massa insolvente seja afastada, por proibição expressa - com exceção para as situações (provadas) de atuação de má fé pelas partes.

### **2.2.2. Da diferenciação das figuras**

A confusão entre os títulos emitidos em operação de titularização sob a forma de UT e os títulos de obrigações hipotecárias não se justifica, visto que são nítidas as diferenças entre os dois instrumentos. Em concreto, as obrigações hipotecárias são títulos de dívida garantidos por créditos, enquanto as UT são títulos representativos dos próprios créditos aglomerados e autonomizados. Por outro lado, é de notar que os ativos afetos às obrigações hipotecárias, desde logo, constam no balanço do credor; já os ativos que servem de base à titularização estão fora do balanço do titular originário dos créditos hipotecários.

Todavia, a distinção entre as obrigações hipotecárias e as OT vê-se mais complicada, pois ambas correspondem a títulos representativos de dívida. Aliás, a confusão torna-se ainda mais acentuada por ambas estas obrigações poderem ter como seu suporte créditos hipotecários. Não obstante, e olhando mais a fundo para os dois institutos, sempre se encontrarão diferenças quanto aos emitentes, garantias, informação nas contas, notação de risco, entre outros.

Em primeiro lugar, assinale-se que as obrigações hipotecárias são emitidas por instituições de crédito supervisionadas pelo Banco de Portugal e as OT são emitidas por sociedades de titularização de créditos, sujeitas à supervisão da CMVM.

Em segundo lugar, as obrigações hipotecárias são garantidas pelo património autónomo composto pelos créditos hipotecários afetos a cada emissão e pelo património da sociedade emitente se aquele não se revelar suficiente, considerando que as instituições de crédito em causa estão obrigadas à constituição de fundos próprios superiores a €7.500.000,00. As OT são igualmente garantidas pelo património autónomo subjacente a cada emissão e, na sua

insuficiência, pelo restante património do emitente<sup>86</sup>; todavia detêm fundos próprios de menor valor.

Por outro lado, as obrigações hipotecárias são emitidas dentro do balanço do titular dos créditos hipotecários correspondentes, enquanto as OT são emitidas fora do balanço do credor primitivo, eliminando, assim, o risco de incumprimento da sua esfera jurídica.

Adicionalmente, as obrigações hipotecárias são emitidas sob critérios legais de garantia elevadamente exigentes, já as OT são emitidas e avaliadas por critérios formulados pelas agências de notação de risco que, consequentemente, lhes atribuem uma graduação consoante o seu *rating*.

Em quinto lugar, observe-se que nas obrigações hipotecárias encontram-se relações diretas entre credores hipotecários e investidores, enquanto que na emissão de OT, entre o investidor e o credor hipotecário haverá sempre um veículo de titularização, responsável pela emissão. A relação estabelece-se, portanto, entre o investidor e o veículo.

Por fim, note-se que tanto as obrigações hipotecárias como as OT atribuem aos respetivos detentores um privilégio creditório sobre os ativos ou créditos que formam o património autónomo; no entanto, só as hipotecas afetas à emissão de obrigações hipotecárias concedem preferência sobre qualquer outra garantia real.

---

<sup>86</sup> ARMINDO SARAIVA MATIAS adota posição equivalente ao assumir a possibilidade de o restante património do emitente responder perante as dívidas de uma emissão que não foi integralmente satisfeita pelo património autónomo subjacente.

MATIAS, ARMINDO SARAIVA, *Obrigações hipotecárias e titularização de créditos hipotecários*, Separata da Revista da Ordem dos Advogados Ano 69, I/II, Lisboa, (Janeiro-Junho) 2009, p. 123-124.



## CONCLUSÃO

O presente estudo sobre a titularização de créditos permitiu, de facto, a análise do seu regime e a chegada a uma conclusão acerca dos interesses que sobressaem nas operações de titularização, e que tanto atraíram o mercado financeiro ao longo das últimas décadas.

Observe-se que o regime do DL n.º 453/99 abriu portas para que, em primeiro lugar, os cedentes dos créditos pudessem retirar créditos em bloco do seu ativo, substituindo-os pelo valor recebido pela transmissão. Consequentemente, esta substituição determina a redução da exposição ao risco de crédito, uma vez que este é transferido, pela venda, para os investidores e garantes na operação. A possibilidade de saída de alguns créditos permitiu, e continua a permitir, que muitas entidades cedentes procedam à limpeza e aperfeiçoamento do balanço ou até à realização imediata de liquidez, fruto da natureza rotativa da cessão de créditos, pelo recurso à titularização. Por outro lado, surgiu com a titularização uma nova forma alternativa de financiamento, com custos de capital reduzidos e mais acessíveis em períodos de maior crise no mercado financeiro. Adicionalmente, com grande interesse para entidades cedentes como as instituições financeiras, a titularização de créditos permite o melhoramento da rendibilidade dos capitais próprios, da rendibilidade do ativo e do rácio de solvabilidade. Em última análise, a titularização trouxe aos cedentes a possibilidade de superar eventuais crises e prevenir possíveis insolvências.

Já do ponto de vista dos investidores, dir-se-á que a titularização é uma figura versátil, com capacidade de conquistar qualquer tipo de investidor. Na verdade, a titularização permite aos subscritores de valores mobiliários titularizados novas oportunidades de diversificação das carteiras, principalmente, tendo em conta a complexidade e sofisticação do instrumento, aos investidores institucionais. Naturalmente, os detentores dos valores mobiliários titularizados sustentam custos, rendibilidade e risco de incumprimento, interessando-lhes a informação acerca da existência de garantias, possível valorização do crédito e a sua notação de risco. Não obstante, note-se que a notação de risco associada às operações de titularização é o reflexo da versatilidade a que acima se fez alusão. Ora, a titularização põe em circulação uma variedade enorme de valores mobiliários, sendo uns de *rating* de elevado risco e outros de risco praticamente nulo. Mas não se poderá dizer que o elevado risco torna a operação de titularização pouco atrativa. Desde logo, adota-se aqui a opinião de que a existência de investidores mais ou menos avessos ao risco, torna a titularização ainda mais atrativa para o

mercado financeiro, dando resposta às diferentes procuras que se registam nos dias de hoje. Mais se dirá que a exigência da segregação dos patrimónios na operação de titularização introduz nestes instrumentos um nível de segurança privilegiado para os investidores.

De outra perspetiva, que é aquela que se coaduna com um dos primeiros objetivos da operação de titularização, pode dizer-se que este mecanismo de transformação de créditos em valores mobiliários revolucionou a economia. O diploma que se analisou trouxe ao sistema português um novo instrumento financeiro, constituindo um fator de dinamização e diversificação do mercado de valores mobiliários português e permitindo o acompanhamento e competitividade com as economias internacionais, num contexto de globalização dos mercados financeiros. As instituições de crédito, particularmente, através da conversão dos ativos ilíquidos em ativos líquidos e disponíveis, aumentaram a sua capacidade para contrair novos empréstimos, de forma a poderem diversificar as suas carteiras de investimento e conquistar uma melhor gestão dos seus créditos. Consequentemente, a obtenção de fundos pelos mutuários será agora feita a um custo mais reduzido.

Já na Parte II do presente estudo, procurou-se responder à questão: terá esta figura surgido, unicamente, como resposta ao desespero sentido pela crise do mercado hipotecário ou, realmente, porque estes créditos hipotecários trariam vantagens únicas ao investimento? Aqui, dever-se-á concluir que, de facto, a operação de titularização de créditos hipotecários surgiu primeiramente como resposta a uma necessidade que se fez sentir no mercado à data.

Não obstante, deve destacar-se a especial garantia inerente à titularização de créditos hipotecários. Na verdade, esta figura apresenta uma estrutura de garantia tripla que resulta bastante atraente para investidores com maior aversão ao risco. Como se viu ao longo do presente estudo, o pagamento dos valores mobiliários associados a créditos hipotecários está garantido pelo conjunto destes créditos, tendo precedência sobre os demais. Em segundo lugar, poderá recorrer-se às hipotecas que garantem os créditos mencionados. E, por fim, o investidor que vê o seu crédito insatisfeito poderá ainda atacar o património do emitente. Ora, se a dupla garantia prevista para os restantes créditos titularizados já consubstancia uma grande vantagem para o investidor, não poderá deixar de se destacar aqui a tripla garantia que apresentam os créditos hipotecários titularizados e a segurança que estes títulos introduzem no mercado financeiro.

Sabe-se, no entanto, que os créditos hipotecários titularizados não foram os únicos a oferecer esta tripla garantia aos investidores. À semelhança do que acontece naquele cenário, pode

encontrar-se essa garantia (em três patamares) na emissão de obrigações hipotecárias. Todavia, a análise operada permitiu concluir que a titularização de créditos hipotecários trouxe à economia um equilíbrio na resposta aos diversos interesses existentes no mercado financeiro. Principalmente a nível das instituições de crédito, as obrigações hipotecárias não conseguiram dar resposta às suas necessidades de liquidez, de eliminação do risco e de melhoramento dos rácios.

Deste modo, e para dar o assunto por terminado, não se pretende aqui colocar a titularização de créditos no pódio dos instrumentos financeiros, nem ignorar que o regime jurídico português, pelo excesso de burocracia que ainda exige, impõe grandes obstáculos ao sucesso desta operação. No entanto, reconhece-se que a titularização de créditos em geral contribuiu para a inovação financeira dos tempos de hoje, para o aumento da competitividade à escala mundial e, principalmente, permitiu maior facilidade no acesso ao financiamento, o que se afigura essencial no combate à crise económica e financeira que se tem vivido no sistema português.

## BIBLIOGRAFIA

- CÂMARA, PAULO, *Emissão e subscrição de valores mobiliários*, in AA. VV., *Direito dos Valores Mobiliários*, Lisboa, 1997
- CÂMARA, PAULO, *A Operação de Titularização*, in AA. VV., *Titularização de Créditos*, Lisboa, Instituto de Direito Bancário, 2000
- CAMPOS, DIOGO LEITE DE, *A Titularização de Créditos: Bases Gerais*, in AA. VV., *Titularização de Créditos*, Lisboa, Instituto de Direito Bancário, 2000
- CAMPOS, DIOGO LEITE DE e MONTEIRO, MANUEL, *Titularização de Créditos. Anotações ao Decreto-Lei n.º 453/99, de 5 de Novembro*, Coimbra, Almedina, 2001
- COSTA, MÁRIO JÚLIO ALMEIDA, *Direito das Obrigações*, 12.<sup>a</sup> edição, Coimbra, Almedina, 2009
- DITCHER, BARRY, *Securitisation in the United States: Why and How?*, in AA. VV., *Titularização de Créditos*, Lisboa, Instituto de Direito Bancário, 2000
- FERREIRA, AMADEU JOSÉ, *Direito dos Valores Mobiliários. Sumários das lições*, Lisboa, Associação Académica da Faculdade de Direito de Lisboa, 1997
- GÓMEZ-JORDANA, IÑIGO, *Marco legal y experiencia de la titularización en España*, in AA. VV., *Titularização de Créditos*, Lisboa, Instituto de Direito Bancário, 2000
- LEITÃO, LUÍS MANUEL TELES DE MENEZES, *Cessão de créditos*, Coimbra, Almedina, 2005
- LIMA, FERNANDO ANDRADE PIRES DE / VARELA, JOÃO DE MATOS ANTUNES, *Código Civil Anotado*. Vol. I, Coimbra, Coimbra Editora, 1967
- MATIAS, ARMINDO SARAIVA, *Obrigações hipotecárias e titularização de créditos hipotecários*, Separata da Revista da Ordem dos Advogados Ano 69, I/II, Lisboa, (Janeiro-Junho) 2009
- MONTEIRO, MANUEL, *O recente regime português da Titularização de Créditos*, in AA. VV., *Titularização de Créditos*, Lisboa, Instituto de Direito Bancário, 2000

- PRIETO, RAFAEL MÍNGUEZ, *A Nova Regulação sobre a Titularização de Activos*, in AA. VV., *Titularização de Créditos*, Lisboa, Instituto de Direito Bancário, 2000
- REUTLINGER, MARK, *Wills, Trusts, and Estates. Essential Terms and Concepts*, Boston, New York, Toronto, London, Little, Brown and Company, 1993
- SILVA, JOÃO CALVÃO DA, *Titularização de créditos - Securitization. No coração da crise financeira global*, 3.<sup>a</sup> Edição, Coimbra, Almedina, 2013
- TOMÉ, MARIA JOÃO ROMÃO CARREIRO VAZ, *O Trust e a Titularização de Créditos - Breves Considerações*, in AA. VV., *Titularização de Créditos*, Lisboa, Instituto de Direito Bancário, 2000
- VALE, ALEXANDRE LUCENA E, *O Decreto-Lei n.º 453/99, de 5 de Novembro: trabalho preparatório e notas sobre o regime jurídico da Titularização de Créditos*, in RB n.º 50 (Julho - Dezembro 2000)
- INVESTOPEDIA, *The Use of SPVs in Asset Securitizations*. Acedido a 1 de Setembro de 2016, em: <https://library.wilmingtontrust.com/corporate-institutional/the-use-of-spvs-in-asset-securitizations>
- INVESTOPEDIA, *Special Purpose Vehicle/Entity - SPV/SPE*. Acedido a 10 de Setembro de 2016, em: <http://www.investopedia.com/terms/s/spv.asp>